

三江购物 (601116.SH)

深度分析

阿里赋能，新零售改造促业绩回暖

投资要点

- ◆ **三江购物立足宁波地区，近年来营收回升：**2018年公司营收41.3亿元，归母净利润1.1亿元。宁波地区2018年营收近31.9亿元，占主营业务收入的80%。以2017年销售额计，三江购物约占宁波超市业态市场23%份额。近年来公司维持快消品连锁前50名。2018年公司销售额恢复正增长，推动2018年营收增长9.6%。
- ◆ **目前三江购物拥有超市、邻里店两种业态：**超市店均面积3000平方米左右，是公司的主要业态，占据面积的94%。邻里店店均面积低于400平方米，更加贴近消费者，并结合O2O平台满足周边1公里范围的居民基本生活需求。以营业面积计算，2018年公司超市、邻里店营收坪效分别约1.56、1.98万元/平方米。
- ◆ **三江购物生鲜引流效果显著：**三江购物生鲜营收占比逐步提升。2018年公司生鲜营收同比增长25%。2014年至2018年，生鲜品类营收占比由19%逐步提升至30%。生鲜占比带动公司客流提升。2018年公司日均有效客流同比增长2%。生鲜引流及会员价模式，共同推动2018年公司有效收费会员增加近3%。
- ◆ **超市业态坪效回暖，改造持续进行：**2016年以来，公司逐步进行超市门店改造。一是运用新零售理念，提升线上运营质量，2018年线上营收占比由1.9%升至6.6%。二是优化陈旧的门店布局，扩大生鲜经营面积，生鲜化改造吸引客流。2018年，超市业态营收坪效大约为1.56万元/平方米/年，同比回升2.7%。
- ◆ **小业态坪效平稳增长，目前空间较大：**邻里店业态营收2018年增长75%，2019Q1增长44%，主要源于大规模拓店，2018年及2019Q1店铺数量均同比增长80%。参考红旗连锁，三江购物小业态空间约为200家。2019年公司计划拓展40家门店，预计多数为小业态门店。
- ◆ **阿里战投落地，零售改造更进一步：**2018年8月，非公开发行完毕，阿里巴巴为公司第二大股东。2019年，公司管理层出现较大变动，天猫超市事业群总裁李永和任公司董事，盒马小业态负责人任职公司总裁。管理层变动后，公司力争三年内从传统社区平价超市，升级为新零售社区生鲜超市。
- ◆ **与阿里供应链协同持续，加深合作提升营运能力：**2018年，阿里巴巴成为公司第一大供应商，采购金额占比约4.7%，2019年采购占比将继续提升。依托阿里巴巴供应链资源及议价能力，三江购物各品类毛利率持续提升。另外，生鲜、线上的新零售改造，使公司营运能力持续提升，目前公司存货周转率、应收账款周转率均高于可比公司。
- ◆ **阿里的新零售布局：**线上线下融合是零售行业的发展方向，阿里巴巴集团对新零售已有广泛布局，向线下扩张可向追溯至2014年入股银泰商业。三江购物在阿里新零售战略中布局较早，目前帮助阿里巴巴运营宁波的两家盒马店，并由原盒马小业态负责人陈强全面主持三江购物工作。盒马生鲜目前处于业态的探索期，2018年杭州浙海华地运营的盒马生鲜单店年亏损500~600万元。三江购物社区生鲜超市定位，与盒马菜市存在相似之处，有望依托三江购物、阿里体系的供应链资源及议

商贸零售 | 连锁 III

 投资评级 **增持-A(上调)**
 股价(2019-06-27) 14.57元

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 7,979.67 |
| 流通市值(百万元) | 5,984.76 |
| 总股本(百万股) | 547.68 |
| 流通股本(百万股) | 410.76 |
| 12个月价格区间 | 10.30/18.38元 |

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|--------|
| 相对收益 | 1.2 | 12.81 | -12.76 |
| 绝对收益 | 6.24 | 12.8 | -7.4 |

分析师

 王冯
 SAC执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsc.cn
 021-20377089

报告联系人

 吴雨舟
 wuyuzhou@hua.jinsc.cn
 021-20377061

相关报告

三江购物：全年营收恢复增长，与阿里合作继续深化 2019-04-15

价能力，在超市渠道渗透生鲜市场过程中占据一席之地。

- ◆ **募投项目推动规模增长：**2016 年非公开发行募投项目修改，新增连锁超市发展项目，拟投入 4 亿元，于 3 年内开设小型店 100 家，开设社区店 30 家。到 2022 年，公司超市数量有望达约 160 家，年复合增速约 7%；邻里店数量有望近 180 家，年复合增速约 26%。渠道数量的有序扩张，有望推动公司营收持续向好。
- ◆ **投资建议：**三江购物是立足宁波的区域性超市龙头，生鲜化改造、线上渠道扩张推动公司 2018 年营收增速回暖。2019 年公司杭州浙海华地出表推动利润增长。未来募投项目带来渠道外延，新零售改造推动内生增长，与阿里合作提升供应链效率。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.23、0.26 和 0.30 元。净资产收益率分别为 4.1%、4.5%和 5.1%。我们看好公司未来发展前景，目前 PE（2019E）约 62 倍，估值较高，给予“增持-A”评级。
- ◆ **风险提示：**与阿里巴巴的合作或不及预期；新零售改造及渠道扩张效果或不及预期；租金成本上升或影响公司租售比。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入(百万元) | 3,769.9 | 4,133.2 | 4,529.7 | 5,003.1 | 5,563.4 |
| 同比增长(%) | -8.0% | 9.6% | 9.6% | 10.5% | 11.2% |
| 营业利润(百万元) | 144.7 | 160.1 | 175.1 | 195.2 | 220.4 |
| 同比增长(%) | 19.8% | 10.7% | 9.4% | 11.5% | 12.9% |
| 净利润(百万元) | 108.7 | 111.6 | 128.4 | 143.3 | 162.1 |
| 同比增长(%) | 7.5% | 2.7% | 15.1% | 11.6% | 13.1% |
| 每股收益(元) | 0.20 | 0.20 | 0.23 | 0.26 | 0.30 |
| PE | 73.4 | 71.5 | 62.1 | 55.7 | 49.2 |
| PB | 4.9 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

| | |
|------------------------------|----|
| 一、三江购物——立足宁波的区域超市 | 6 |
| (一) 三江购物立足宁波地区 | 6 |
| (二) 三江购物位居国内快消连锁前 50 | 6 |
| (三) 近期三江购物营业收入回升 | 7 |
| (四) 三江购物典型业态 | 8 |
| 二、国内超市行业持续平稳增长 | 9 |
| (一) 超市行业销售额平稳增长 | 9 |
| (二) 国内超市行业市场分散 | 9 |
| (三) 国内超市行业经营改善 | 10 |
| 三、会员制带来竞争力，生鲜引流效果显现 | 10 |
| (一) 三江购物食品收入占比过半 | 10 |
| (二) 会员模式维持三江竞争力 | 11 |
| (三) 三江购物生鲜引流效果显著 | 12 |
| 1. 生鲜、餐饮为新零售关键词 | 12 |
| 2. 超市渠道逐步渗透生鲜市场 | 13 |
| 3. 三江购物生鲜引流效果明显 | 13 |
| 4. 物流支持生鲜占比提升 | 14 |
| 四、超市逐步回暖，小业态渠道扩张 | 14 |
| (一) 近期两业态增速向好 | 14 |
| (二) 超市业态坪效回暖，改造持续进行 | 15 |
| (三) 小业态坪效平稳增长，目前空间较大 | 16 |
| 五、阿里战投落地，零售改造更进一步 | 18 |
| (一) 三江购物股权及管理层变动 | 18 |
| (二) 阿里供应链协同，加深合作提升营运能力 | 19 |
| (三) 阿里的新零售布局 | 21 |
| 六、财务及盈利预测 | 23 |
| (一) 行业可比公司对比 | 23 |
| (二) 募投项目推动规模增长 | 24 |
| (三) 盈利预测及投资建议 | 25 |
| 七、风险提示 | 26 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 图 1：三江购物分地区门店情况 | 6 |
| 图 2：三江购物分地区主营业务收入情况 | 6 |
| 图 3：三江购物宁波地区门店分布示意图 | 6 |
| 图 4：三江购物销售额排名国内快消品连锁前 50 | 7 |
| 图 5：三江购物含税销售额情况 | 7 |
| 图 6：三江购物营业收入及其增长 | 7 |
| 图 7：三江购物归母净利及其增长 | 7 |
| 图 8：三江购物分季度营业收入及其增长 | 8 |
| 图 9：三江购物分季度归母净利及其增长 | 8 |
| 图 10：三江购物超市大店示意图 | 8 |

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 11: 三江购物邻里店示意图 | 8 |
| 图 12: 国内重点零售企业分业态销售额 | 9 |
| 图 13: 国内快消品市场销售额增速 | 9 |
| 图 14: 我国超市行业集中度情况 | 10 |
| 图 15: 2017 年国内快消品连锁前十市占率情况 | 10 |
| 图 16: 国内超市门店数量及其营业面积 | 10 |
| 图 17: 国内超市平均销售坪效情况 | 10 |
| 图 18: 三江购物 2018 年分品类营业收入占比 | 11 |
| 图 19: 可比公司分品类营业收入占比 | 11 |
| 图 20: 三江购物有效会员数量及其增长 | 12 |
| 图 21: 三江购物及可比公司毛利率 | 12 |
| 图 22: 三江购物历史会员营收占比 | 12 |
| 图 23: 盒马生鲜分品类 SKU 占比估计 | 13 |
| 图 24: 盒马鲜生 APP 月活跃用户数量示意图 | 13 |
| 图 25: 国内生鲜行业分渠道销售占比 | 13 |
| 图 26: 2018 年部分超市类上市公司生鲜产品营收占比 | 13 |
| 图 27: 三江购物分品类营业收入 (百万元) | 14 |
| 图 28: 三江购物平均客流 | 14 |
| 图 29: 三江购物物流车辆数量 | 14 |
| 图 30: 三江购物物流成本及其增长 | 14 |
| 图 31: 三江购物分业态营业收入 | 15 |
| 图 32: 三江购物分业态门店数量 | 15 |
| 图 33: 三江购物分业态门店签约面积 | 15 |
| 图 34: 三江购物超市业态销售坪效估计 | 16 |
| 图 35: 三江购物超市业态营收坪效估计 | 16 |
| 图 36: 三江购物线上渠道营业收入及其占比 | 16 |
| 图 37: 部分快消品零售公司线上渠道占比 | 16 |
| 图 38: 三江购物小业态销售坪效估计 | 17 |
| 图 39: 三江购物小业态营收坪效估计 | 17 |
| 图 40: 近四年红旗连锁门店数量 | 17 |
| 图 41: 近四年红旗连锁营收坪效估计 | 17 |
| 图 42: 宁波与成都的社会消费品零售对比 | 18 |
| 图 43: 2018 年年报公司股权结构示意图 | 19 |
| 图 44: 三江购物前五大供应商占比 | 20 |
| 图 45: 三江购物与阿里巴巴关联交易计划 | 20 |
| 图 46: 三江购物分品类毛利率情况 | 20 |
| 图 47: 三江购物存货周转率情况 | 20 |
| 图 48: 可比公司应收账款周转率情况 | 20 |
| 图 49: 三江购物季度存货周转率及其增长 | 21 |
| 图 50: 国内典型电商平台获客成本估计 | 21 |
| 图 51: 数据提升零售效率示意图 | 21 |
| 图 52: 浙江浙海华地总资产及净利润情况 | 22 |
| 图 53: 杭州浙海华地 2018 年营收利润情况 | 22 |
| 图 54: 三江购物超市化菜市场蔬果区示意图 | 23 |
| 图 55: 三江购物超市化菜市场水产肉类区示意图 | 23 |

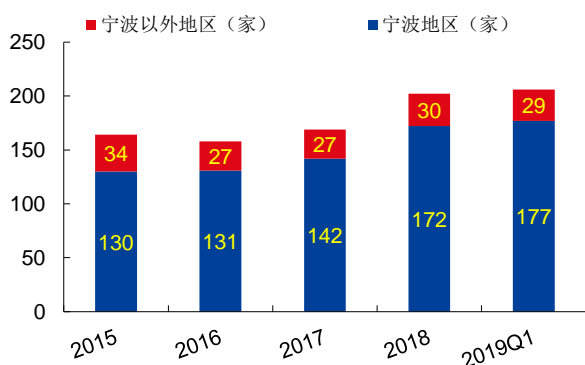
| | |
|------------------------|----|
| 图 56: 可比公司营业收入情况 (百万元) | 24 |
| 图 57: 可比公司归母净利情况 (百万元) | 24 |
| 图 58: 可比公司毛利率情况 | 24 |
| 图 59: 可比公司净利率情况 | 24 |
| 图 60: 三江购物门店数量预测 | 25 |
| 图 61: 三江购物历史估值对比 | 26 |
| | |
| 表 1: 三江购物两种业态基本情况 | 8 |
| 表 2: 三江购物食品饮料商品具有竞争力 | 11 |
| 表 3: 三江购物小业态具有较大发展空间 | 18 |
| 表 4: 三江购物近期管理层变动 | 19 |
| 表 5: 阿里巴巴集团新零售布局不完全统计 | 21 |
| 表 6: 盒马鲜生门店体系 | 22 |
| 表 7: 三江购物募投项目修改情况 | 25 |
| 表 8: 三江购物营业收入预测表 (百万元) | 25 |
| 表 9: 可比公司估值对比 | 26 |

一、三江购物——立足宁波的区域超市

(一) 三江购物立足宁波地区

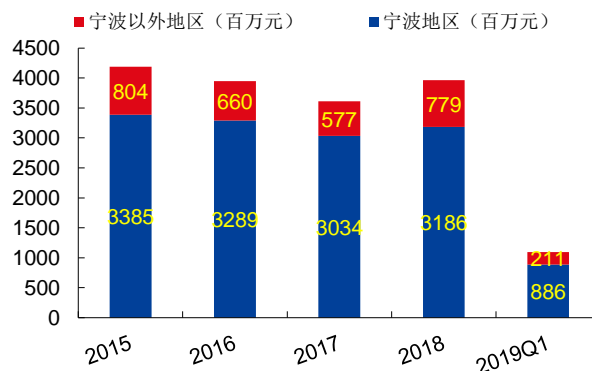
三江购物俱乐部股份有限公司成立于1995年，于2011年在上海证券交易所上市，股票代码601116。公司采用连锁方式，经营超市、邻里店业态。截止2019Q1，公司共计206家门店，其中宁波地区门店数量达177家，占比约85%。2018年公司营收41.3亿元，归母净利1.1亿元。宁波地区2018年营收近31.9亿元，占主营业务收入的80%。

图1：三江购物分地区门店情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图2：三江购物分地区主营业务收入情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图3：三江购物宁波地区门店分布示意图



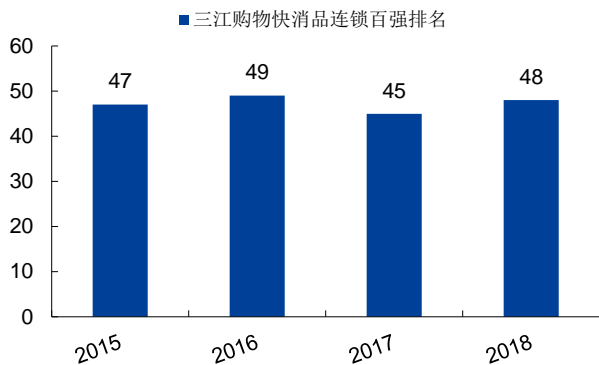
资料来源：百度地图，华金证券研究所

(二) 三江购物位居国内快消连锁前50

以2017年销售额计，三江购物约占宁波超市业态市场23%份额。据地方统计年鉴，2017年宁波地区超市业态销售额约152.67亿元。若三江购物区域销售占比与营收占比类似，则2017年公司宁波地区销售额约34.36亿元。公司于宁波地区超市业态市占率约23%，在零售业中排名第一，区域竞争力较强。

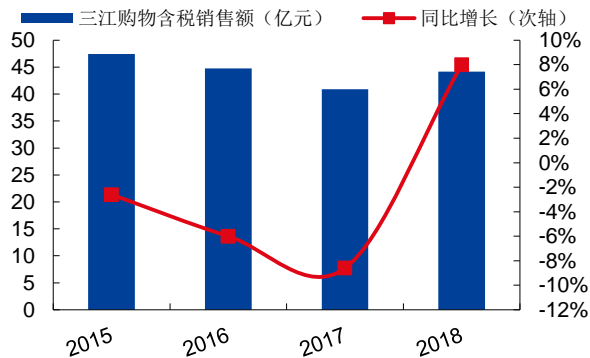
近年来公司维持快消品连锁前 50 名。据中国连锁经营协会统计，2015 年至 2018 年，三江购物在国内快消品连锁公司中分别排名 47、49、45、48 名。2018 年公司销售额（含税）恢复正增长。2015 年至 2018 年的含税销售额增速分别为-2.6%、-6.0%、-8.6%、+8.0%。

图 4：三江购物销售额排名国内快消品连锁前 50



资料来源：中国连锁经营协会，华金证券研究所

图 5：三江购物含税销售额情况



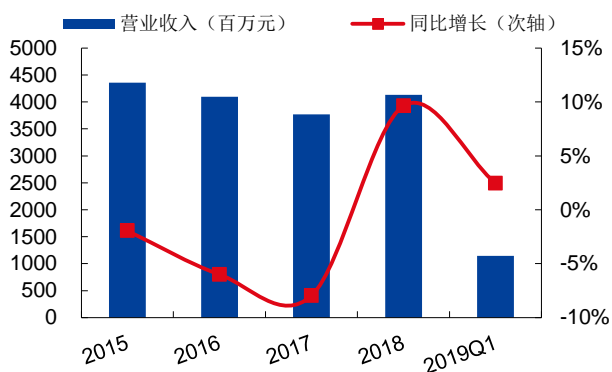
资料来源：中国连锁经营协会，华金证券研究所

（三）近期三江购物营业收入回升

销售额增速回暖，推动 2018 年营收增长 9.6%，为近 5 年来营业收入首次恢复增长。利润端，期间费用率提升 0.52pct 至 20.22%，使净利率略降 0.18pct 至 2.7%，全年归母净利润增长 2.7%。分季度看，四季度利润回暖，主要源于四季度公司财务费用率降低至-2.4%。

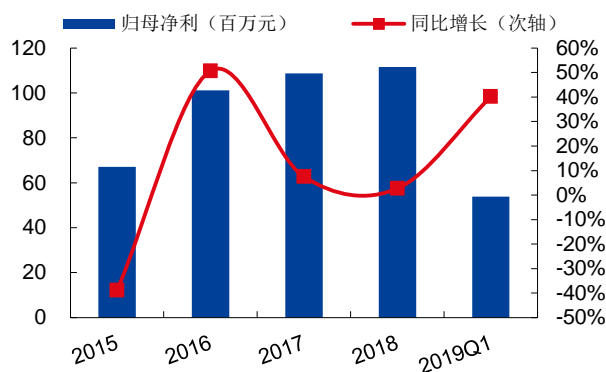
2019Q1 三江购物净利率提升，一是一季度营销费用率较低，二是非公开发行后资金充裕，财务费用较低。

图 6：三江购物营业收入及其增长



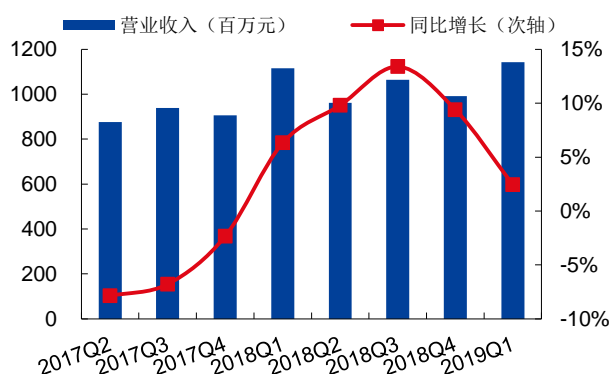
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：三江购物归母净利润及其增长



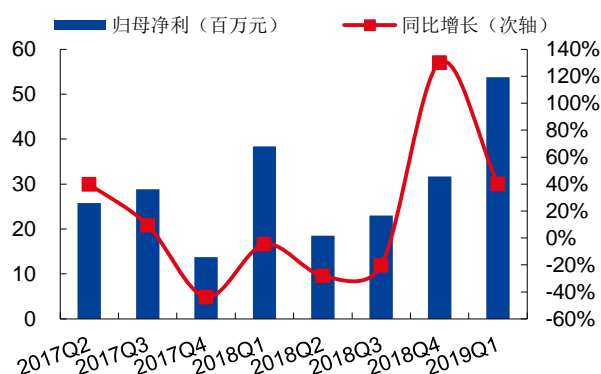
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：三江购物分季度营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：三江购物分季度归母净利及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）三江购物典型业态

目前三江购物拥有超市、邻里店两种业态。超市店均面积 3000 平方左右，是公司的主要业态，占据面积的 94%。邻里店店均面积低于 400 平方米，更加贴近消费者，更具便利性，结合 O2O 平台满足周边 1 公里范围的居民基本生活需求。以营业面积计算，2018 年公司超市、邻里店营收坪效分别约 1.56、1.98 万元/平方米。

表 1：三江购物两种业态基本情况

| | 超市 | 邻里店 |
|------------------|-------|------|
| 合计店铺数量 (家) | 127 | 79 |
| 数量占比 | 62% | 38% |
| 合计店铺面积 (万平方米) | 37.94 | 2.24 |
| 面积占比 | 94% | 6% |
| 店均面积 (平方米/家) | 2988 | 284 |
| 2018 年合计营收 (百万元) | 3674 | 262 |
| 店均营收 (万元/年/家) | 2870 | 353 |
| 平均坪效 (万元/平方米/年) | 1.56 | 1.98 |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：数量面积为 2019Q1 口径，其余为 2018A 口径。

图 10：三江购物超市大店示意图



图 11：三江购物邻里店示意图



资料来源：草根调研，华金证券研究所

资料来源：百度图片，华金证券研究所

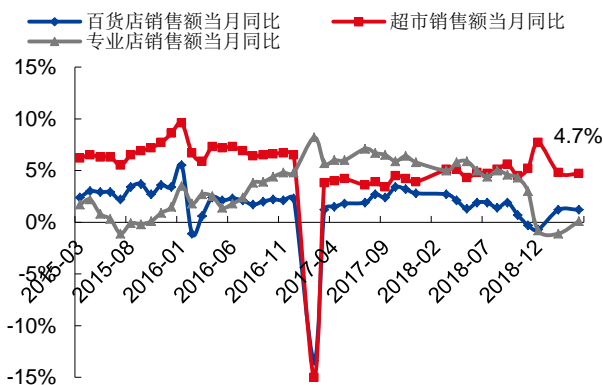
二、国内超市行业持续平稳增长

（一）超市行业销售额平稳增长

行业层面，2015 年以来超市业态平稳增长。商务部统计的重点零售企业中，超市业态持续维持着 5%左右的稳定增长。2019 年 2 月、4 月的超市销售额同比增速分别为 4.8%、4.7%。2018 年底以来，百货、专业业态增速放缓，超市维持较快增速。

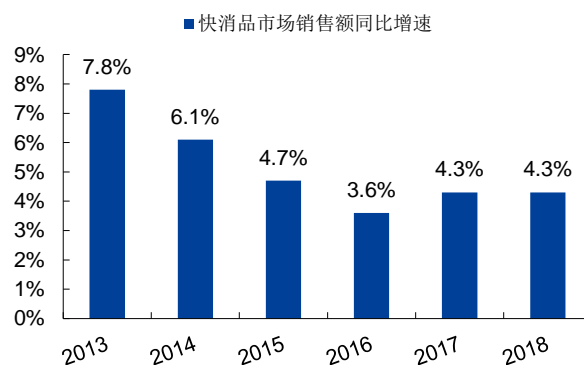
超市业态稳定增长源于快消品市场增速平稳。据凯度，2018 年快消品市场销售额同比增长 4.3%，增速较 2017 年持平。其中，包括大卖场、超市和便利店的现代通路销售增长 2.1%，增速较 2017 年高 0.5pct。

图 12：国内重点零售企业分业态销售额



资料来源：Wind，商务部，华金证券研究所

图 13：国内快消品市场销售额增速



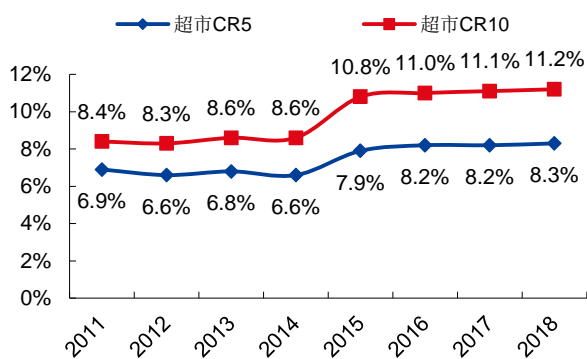
资料来源：凯度，联商网，华金证券研究所

（二）国内超市行业市场分散

由于供应链的地域分割，超市业态竞争激烈，目前国内超市集中度仍然较低。据前瞻研究院，Euromonitor 数据显示，2018 年我国超市 CR5 约为 8.3%，CR10 约为 11.2%。

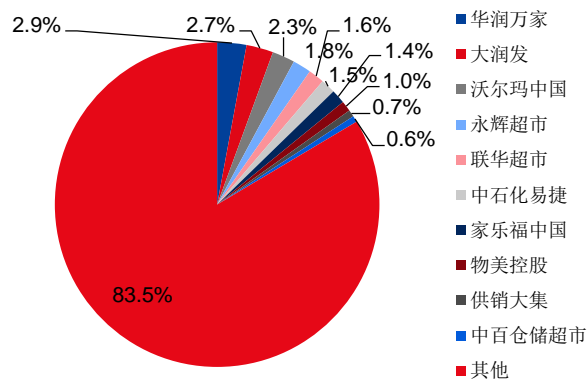
供应链规模优势存在，超市集中度缓慢提升。2015 年至 2018 年，超市 CR5 由 7.9% 增至 8.3%，CR10 由 10.8% 增至 11.2%，龙头持续扩张市场份额。2017 年快消品龙头在连锁零售市场中的市占率接近 3%。据中国连锁经营协会及国家统计局，2017 年国内快消品连锁前五分别为华润万家、大润发、沃尔玛中国、永辉超市、联华超市，在国内连锁零售企业中的销售额市占率分别为 2.9%、2.7%、2.3%、1.8%、1.6%。国内连锁零售市场中，三江购物市占率约为 0.1%。国内超市市场中，三江购物市占率约为 1.1%。

图 14：我国超市行业集中度情况



资料来源：前瞻研究院，Euromonitor，华金证券研究所

图 15：2017 年国内快消品连锁前十市占率情况



资料来源：中国连锁经营协会，国家统计局，华金证券研究所

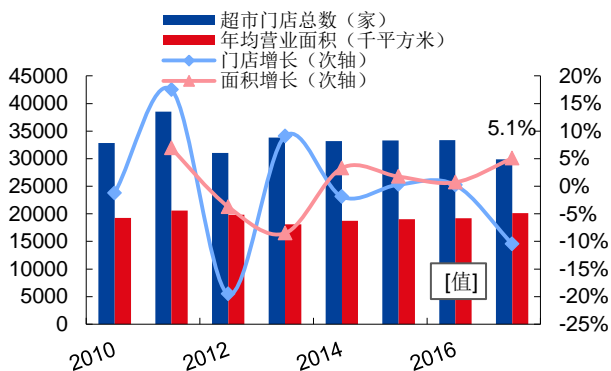
注：部分企业仅考虑快消品部分。

（三）国内超市行业经营改善

2017 年，国内超市营业面积保持增长。据国家统计局，2017 年超市门店总数下降 10.5% 至 2.99 万家，但营业面积增长 5.1% 至 2113 万平方米。

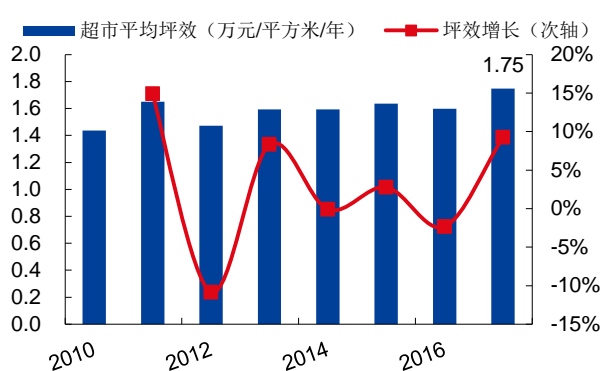
2012 年来，国内超市平均坪效波动上升，经营持续改善。2017 年，国内连锁超市合计零售额约 3520 亿元，平均坪效约为 1.74 万元/平方米/年。平均坪效较 2012 年的 1.47 万元/平方米/年持续提升。电商冲击背景下，国内超市渠道平均坪效持续改善。

图 16：国内超市门店数量及其营业面积



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 17：国内超市平均销售坪效情况



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

三、会员制带来竞争力，生鲜引流效果显现

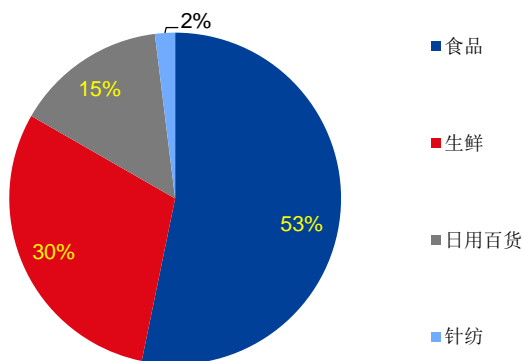
（一）三江购物食品收入占比过半

分品类看，食品、生鲜是三江购物的主要品类。2018 年食品占比 53%、生鲜占比近 30%。日用百货、针纺占比较小，且营收呈下降趋势。

可比超市食品及加工品类商品占比多数位于 40%~50%。红旗连锁食品类、家家悦食品洗化、用户超市食品及加工品类分别占比 50%、47%、48%。食品收入占比 50%左右是行业的典型情况。

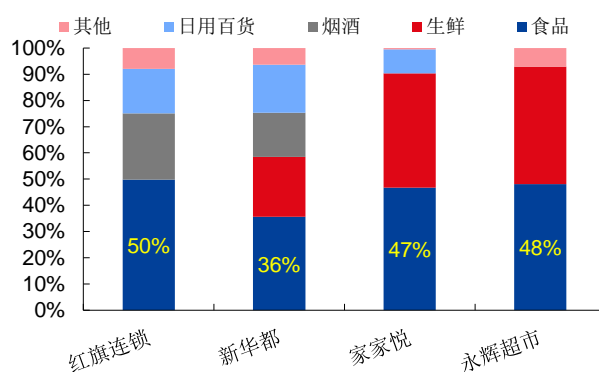
食品、日用百货偏向标品，与电商渠道存在竞争。

图 18: 三江购物 2018 年分品类营业收入占比



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 19: 可比公司分品类营业收入占比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

注: 家家悦食品类含化洗品类, 永辉超市生鲜含加工类, 食品含用品类。

(二) 会员模式维持三江竞争力

三江购物会员价一般较竞争对手低 3%，并力争低价商品占比保持在 60%以上。我们统计了少量三江购物的商品价格，并于京东自营、天猫超市进行对比。食品饮料品类中，三江购物会员价较天猫、京东均价低 2.6%左右。日常用品品类生，三江购物会员价较天猫、京东均价高 7.7%左右。三江购物食品饮料商品或具有价格优势，日用品类中或不存在竞争优势。

表 2: 三江购物食品饮料商品具有竞争力

| | 三江购物会员价 | 京东自营价格 | 天猫超市价格 | 与天猫、京东价差 |
|--------------------------|---------|--------------|------------|----------|
| 农夫山泉量贩装 550ml*12 | 15.10 | 15.90 | 15.90 | -5.0% |
| 蒙牛特仑苏纯牛奶 250ml*12 | 49.90 | 49.90 | 无同款 | 0.0% |
| 海天老抽王酱油 1.9L | 20.20 | 20.40 | 20.90 | -2.2% |
| 合味道海鲜风味方便面 84g | 5.26 | 5.27 | 5.50 | -2.3% |
| 嘉顿香葱薄饼 225g | 15.90 | 16.50 | 无同包装 | -3.6% |
| 食品类商品平均价差 | | | | -2.6% |
| 启初牛奶谷胚宝宝沐浴露 320ml | 23.90 | 33.90 | 25.80 | -19.9% |
| 高露洁冰爽 3 重薄荷牙膏 180g | 14.20 | 10.90 | 无同款 | 30.3% |
| 洁柔 Face 超迷你型纸手帕 (18 包) | 9.89 | 8.99 (2 件起售) | 7.90 (活动价) | 17.1% |
| 蓝月亮深层洁净洗衣液 2kg | 34.90 | 36.80 | 36.80 | -5.2% |
| 喜碧纳吉储藏瓶 0.9L | 20.50 | 25.80 | 18.80 | -8.1% |
| 广博皮面记事本 GBP25733 (120 页) | 19.80 | 15.00 | 无同款 | 32.0% |
| 日用类商品平均价差 | | | | 7.7% |

资料来源: 三江购物网, 京东, 天猫, 2019/5/24, 华金证券研究所

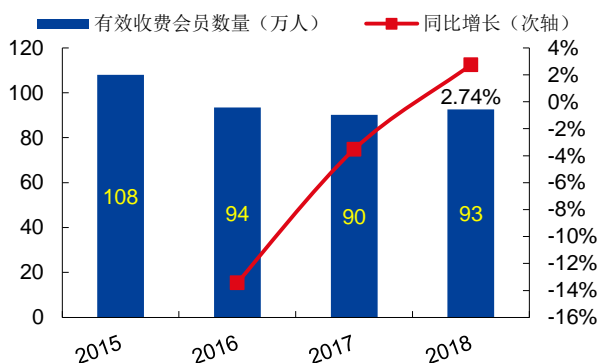
注: 价差为负表示三江购物价格较天猫京东平均价格更低。

三江购物的会员模式为收费制，新办卡 30 元，之后每年续费 20 元。会员可以享受会员价，积分兑换等会员专享活动。由于电商带来快消品竞争压力，以及家庭将多张会员卡转为一张，会员数量有所下降。若以食品价格低 3% 计，消费 600 元可覆盖会员费，会员数量下降趋势在 2018 年扭转，多频次消费生鲜、食品类商品使会员具有吸引力。

食品类价格优势对毛利率影响较小。可比公司毛利率多数位于 22%~24%，公司毛利率与可比公司不存在明显差异。

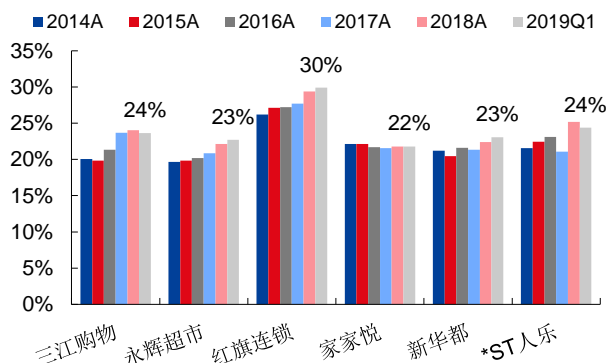
历史会员营收占比约为 70%，是公司营业收入的支柱。

图 20：三江购物有效会员数量及其增长



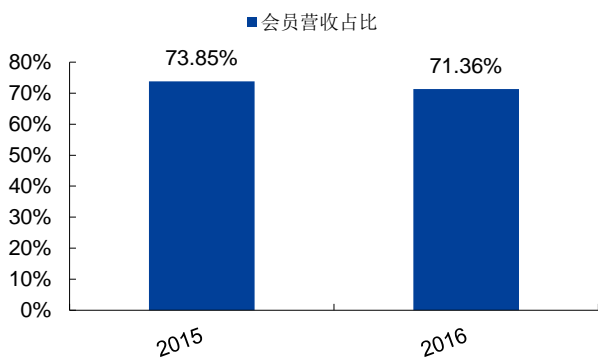
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 21：三江购物及可比公司毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 22：三江购物历史会员营收占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

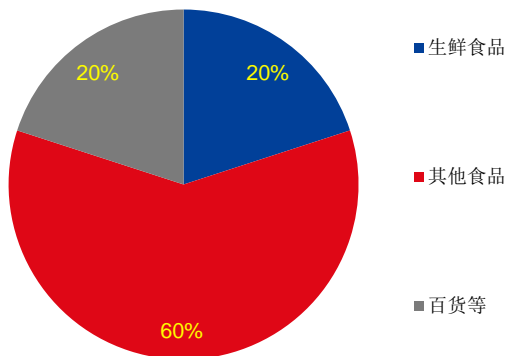
（三）三江购物生鲜引流效果显著

1. 生鲜、餐饮为新零售关键词

生鲜类商品保质期短、需要冷链配送、非标准化，成为新零售发展机遇。近年来，生鲜在超市业态中的占比提升。以生鲜、餐饮为特色的盒马为例，盒马鲜生首店 SKU 3000+，其中 80% 为食品，生鲜占比 20%（面积占比高于 20%）。京东 7FRESH 生鲜 SKU 占比约 75%。

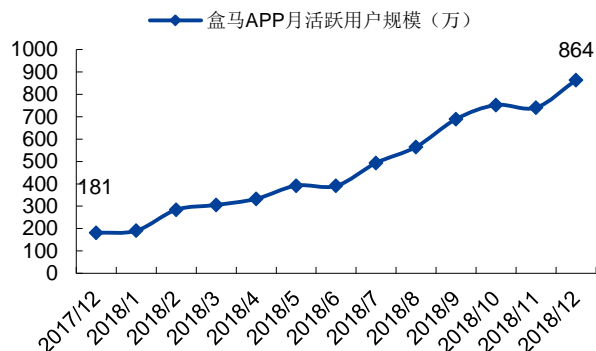
生鲜、餐饮、线上为新零售引流，推动新零售增长。盒马鲜生通过较高的人效、优秀的供应链，于2018年完成月活跃用户181万人至864万人的快速增长。据中国连锁经营协会，盒马2018年含税销售额约140亿元，同比增长约3倍，位居国内快消品连锁第18名。

图 23：盒马生鲜分品类 SKU 占比估计



资料来源：联商网，华金证券研究所

图 24：盒马鲜生 APP 月活跃用户数量示意图

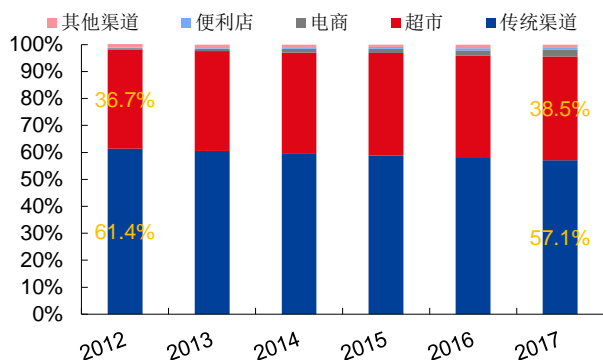


资料来源：QuestMobile，华金证券研究所

2. 超市渠道逐步渗透生鲜市场

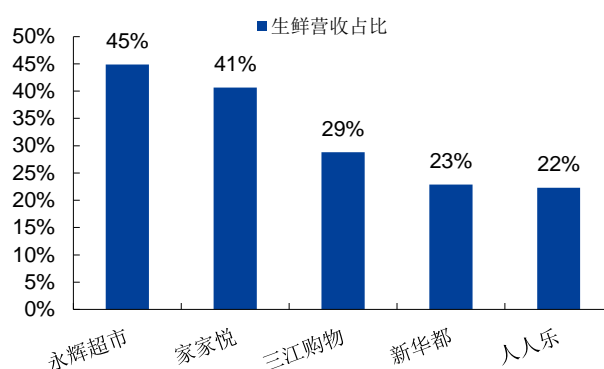
生鲜标准化逐步进行，传统超市渠道占比缓慢提升。生鲜品类中，2017年超市渠道销售占比38.5%，较2012年的36.7%逐步提升。国内上市超市生鲜占比比较高，三江购物生鲜占比29%。较生鲜品类第一梯队的永辉超市、家家悦的40%以上有差距，但较新华都、人人乐的20%+具有优势。

图 25：国内生鲜行业分渠道销售占比



资料来源：前瞻研究院，Euromonitor，华金证券研究所

图 26：2018 年部分超市类上市公司生鲜产品营收占比

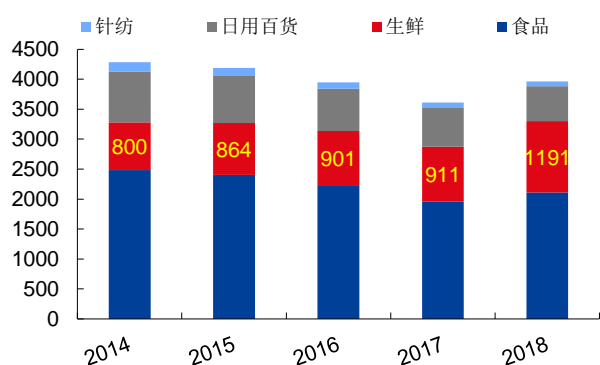


资料来源：各公司公告，华金证券研究所

3. 三江购物生鲜引流效果明显

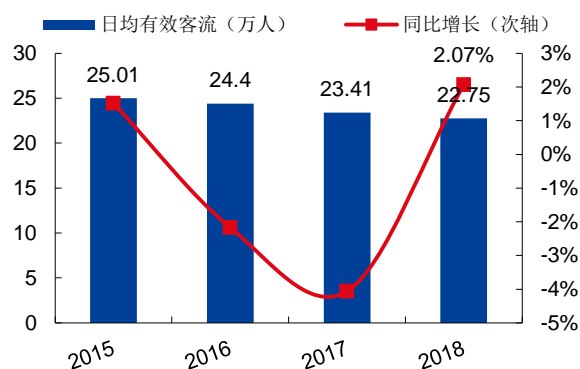
三江购物生鲜营收占比逐步提升。2018年公司生鲜营收11.91亿元，同比增长25%。2014年至2018年，生鲜品类营收占比由19%逐步提升至30%。生鲜占比快速提升，带动公司客流提升。2018年公司日均有效客流22.75万人，同比增长2.07%。

图 27：三江购物分品类营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 28：三江购物平均客流



资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：同比增速源于公司公告，与客流数值变化有所不同，仍以公司公告原始数据为准。

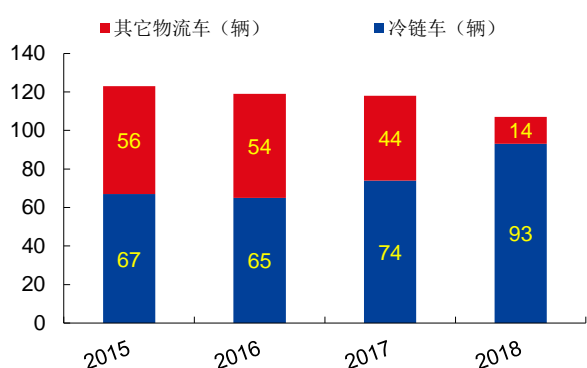
4. 物流支持生鲜占比提升

高频消费的食品、生鲜产品对物流有较高要求。公司于宁波南部的奉化市建有生鲜加工配送中心，于杭州萧山、宁波奉化拥有两个常规商品配送中心。生鲜加工配送中心建筑面积 3.5 万平方米，日加工配送能力约 500 吨。

调整物流车辆结构，增加冷链车数量，匹配生鲜配送需求。2018 年冷链车已达 93 辆，占比 87%，常规车辆数量削减至 14 辆。

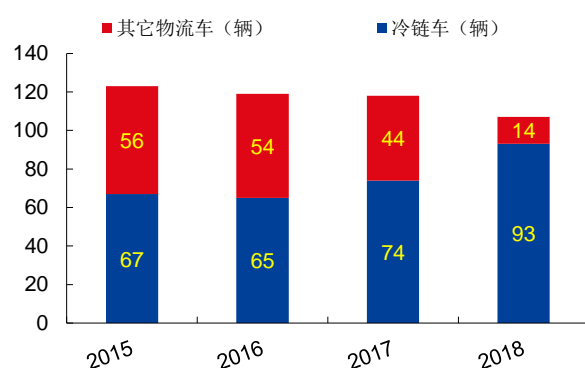
物流成本以自有物流为主。2018 年物流成本因生鲜配送增加提升 10% 至 1.05 亿元。其中自有物流成本占比 90%，外包物流成本占比 10%。

图 29：三江购物物流车辆数量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 30：三江购物物流成本及其增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

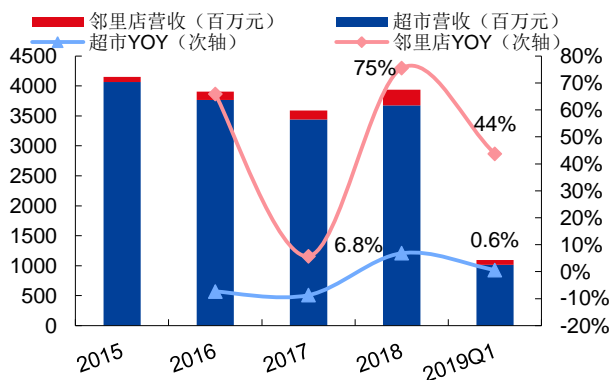
四、超市逐步回暖，小业态渠道扩张

(一) 近期两业态增速向好

分业态看，超市为公司主要渠道。截止 2019Q1，超市占公司门店数量的 62%，签约面积的 94%，以及营业收入的 92%。

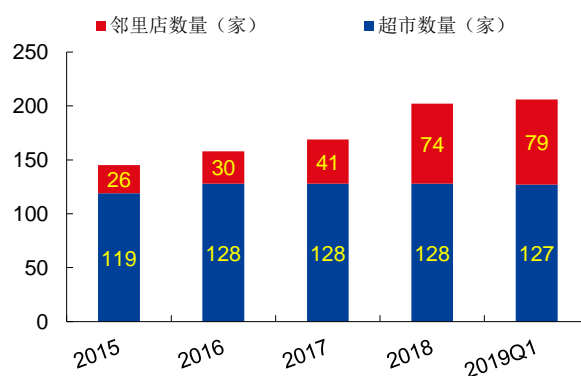
近期公司超市业态增速回暖，邻里店拓店推动高增长。超市业态营收 2018 年增长 6.8%，增速回暖，2019Q1 增长 0.6%，受到净关店的影响。邻里店业态营收 2018 年增长 75%，2019Q1 增长 44%，主要源于大规模拓店，2018 年及 2019Q1 店铺数量均同比增长 80%。

图 31：三江购物分业态营业收入



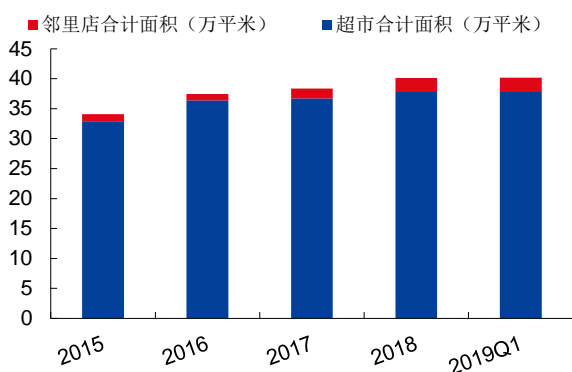
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 32：三江购物分业态门店数量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 33：三江购物分业态门店签约面积

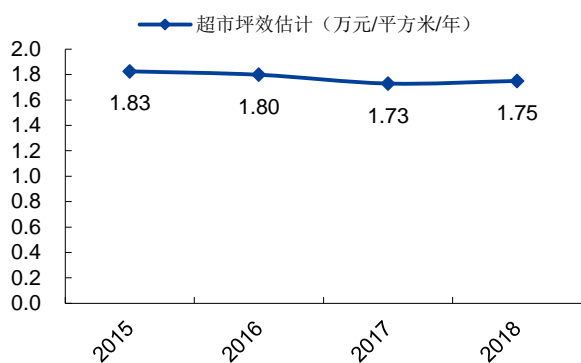


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）超市业态坪效回暖，改造持续进行

电商冲击下，2015 年至 2017 年超市业态坪效有所下行。2016、2017 超市业态营收坪效分别下降 1.7%、3.4%。三江购物超市业态坪效 2018 年有所回暖。销售坪效大约为 1.75 万元/平方米/年，与 2017 年行业平均水平类似。营收坪效大约为 1.56 万元/平方米/年，同比回升 2.7%。

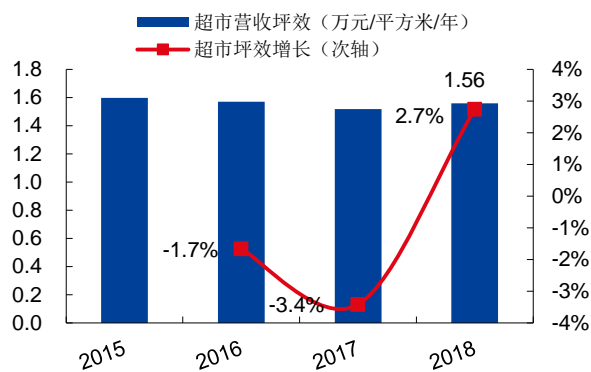
图 34：三江购物超市业态销售坪效估计



资料来源：公司公告，中国连锁经营协会，华金证券研究所

注：销售额为含税销售额，假设分业态营收比例与分业态销售额比例相同。

图 35：三江购物超市业态营收坪效估计



资料来源：公司公告，华金证券研究所

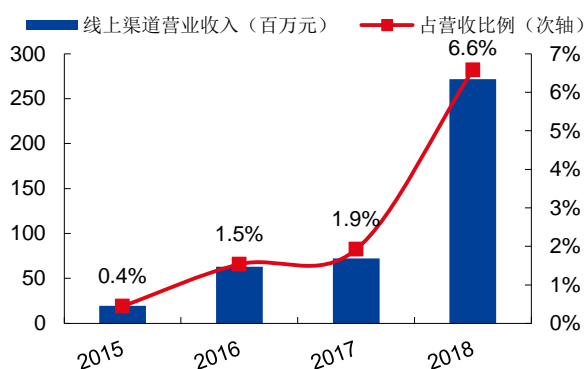
注：公司公告坪效变化受数据精度影响，2018 年坪效变化重新计算。

2016 年以来，公司逐步进行超市门店改造。一是运用阿里巴巴泽泰的新零售理念，引入提升存量价值的淘鲜达，提升线上运营质量。二是优化陈旧的门店布局，扩大生鲜经营面积，更新生鲜经营设施，提高门店档次及消费者购物体验。

目前超市全渠道改造进度较慢。2018 年付款进度不足 1%，未来三年将投入约 7.5 亿元进行全渠道改造，有望营收增长。超市渠道募投项目计划 3 年拓展 30 家，购买 5 家，门店扩张有望推动公司规模快速扩张。

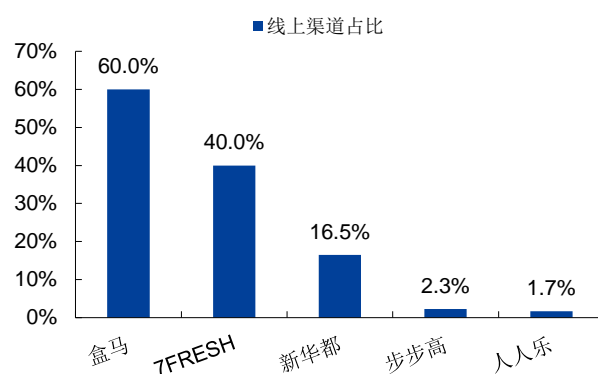
线上渠道占比提升仍有较大空间。2018 年三江购物线上营收占比 6.6%，线上渠道仍有提升空间。

图 36：三江购物线上渠道营业收入及其占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 37：部分快消品零售公司线上渠道占比



资料来源：各公司公告，亿邦动力网，华尔街见闻，华金证券研究所

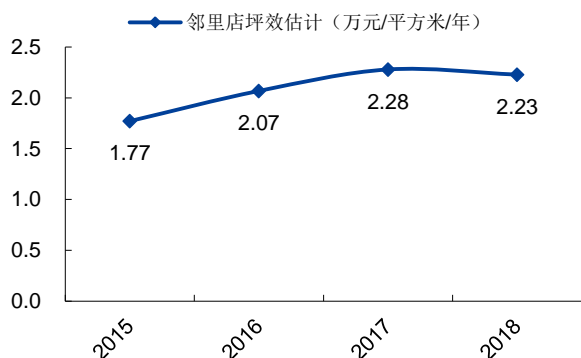
注：盒马、7FRESH 为销售额占比，新华都、步步高、人人乐为营收占比。

（三）小业态坪效平稳增长，目前空间较大

三江购物小业态门店快速扩张，带动业态快速扩张。邻里店业态营收 2018 年增长 75%，2019Q1 增长 44%，主要源于大规模拓店，2018 年及 2019Q1 店铺数量均同比增长 80%。

目前小业态坪效平稳增长，内生增长态势良好。2018 年小业态营收坪效达 1.98 万元/平方米/年，高于超市渠道的 1.56。目前小业态坪效平稳增长，2017、2018 年增速保持在 5%左右。

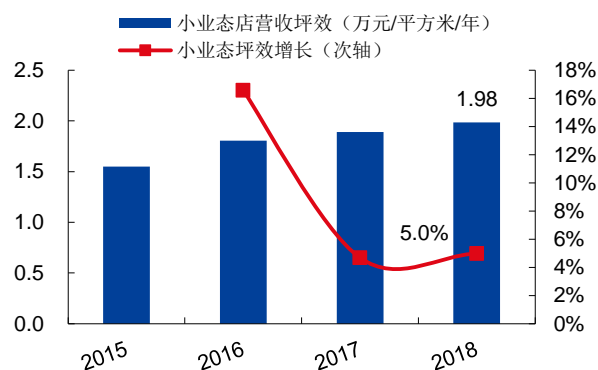
图 38：三江购物小业态销售坪效估计



资料来源：公司公告，中国连锁经营协会，华金证券研究所

注：销售额为含税销售额，假设分业态营收比例与分业态销售额比例相同。

图 39：三江购物小业态营收坪效估计



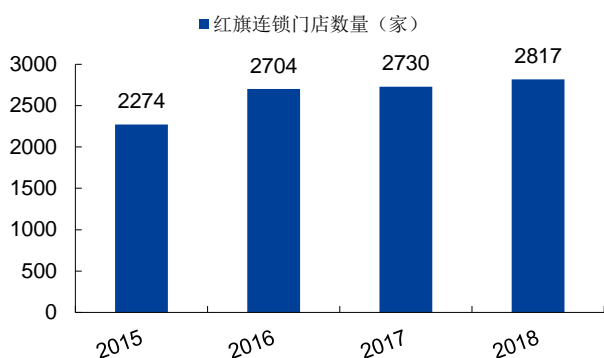
资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：公司公告坪效变化受数据精度影响，2018 年坪效变化重新计算。

公司小业态可以参考红旗连锁。公司小业态为面积低于 400 平米，服务周边 1 千米居民基本生活需求的邻里店。红旗连锁立足成都及其周边地区，单店平均面积在 200 平米，定位便利超市，与三江购物小业态类似。

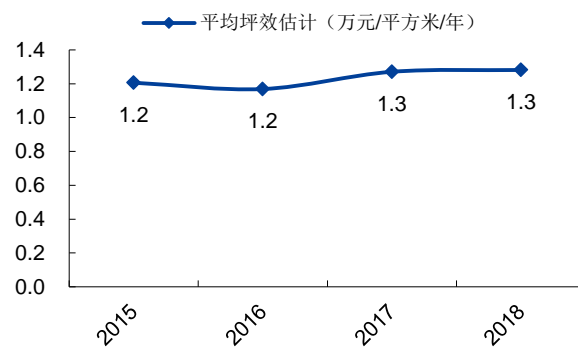
红旗连锁门店采用密铺模式，覆盖成都及其周边地区。截止 2018 年，红旗连锁合计 2817 家门店。其中成都市区、郊县分区营收占比分别约 56%、33%。由于门店采用密铺模式，且以线下零售为主，红旗连锁坪效稳定在 1.3 万元/平方米/年左右。

图 40：近四年红旗连锁门店数量



资料来源：红旗连锁公司公告，华金证券研究所

图 41：近四年红旗连锁营收坪效估计

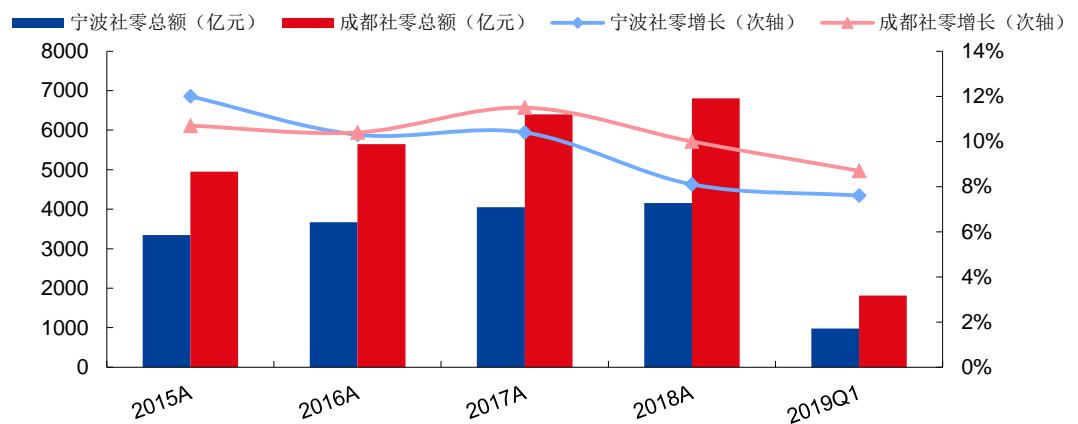


资料来源：红旗连锁公司公告，华金证券研究所

参考红旗连锁，三江购物小业态空间约为 200 家。红旗连锁是成都地区最大的社区超市，2018 年营收 72.2 亿元。宁波社零约为成都社零的 61%，以社零比例估算宁波地区头部社区超市空间。再考虑三江购物大小业态的竞争，保持三江购物目前小业态的坪效。三江购物小业态店空间容量约为 200 家。

小业态外延扩张延续。2019 年公司计划拓展 40 家门店，预计多数为小业态门店。募投项目 3 年内拓展 100 家小型店。

图 42: 宁波与成都的社会消费品零售对比



资料来源: Wind, 国家统计局, 华金证券研究所

表 3: 三江购物小业态具有较大发展空间

| 红旗连锁 | | 2018 年 | |
|------------------|--|---------|--------|
| 营业收入 (百万元) | | 7220.02 | |
| 门店数量 (家) | | 2817 | |
| 平均门店营业面积 (平方米/家) | | 200.00 | |
| 平均坪效 (万元/平方米/年) | | 1.28 | |
| 三江购物小业态店 | | 2018 年 | |
| 营业收入 (百万元) | | 261.56 | 736.47 |
| 门店数量 (家) | | 74 | 208 |
| 平均门店营业面积 (平方米/家) | | 178.08 | 178.08 |
| 平均坪效 (万元/平方米/年) | | 1.98 | 1.98 |

资料来源: Wind, 国家统计局, 各公司公告, 华金证券研究所

注: 以两地区社零为基础进行估计, 已考虑三江购物超市与小业态的竞争。

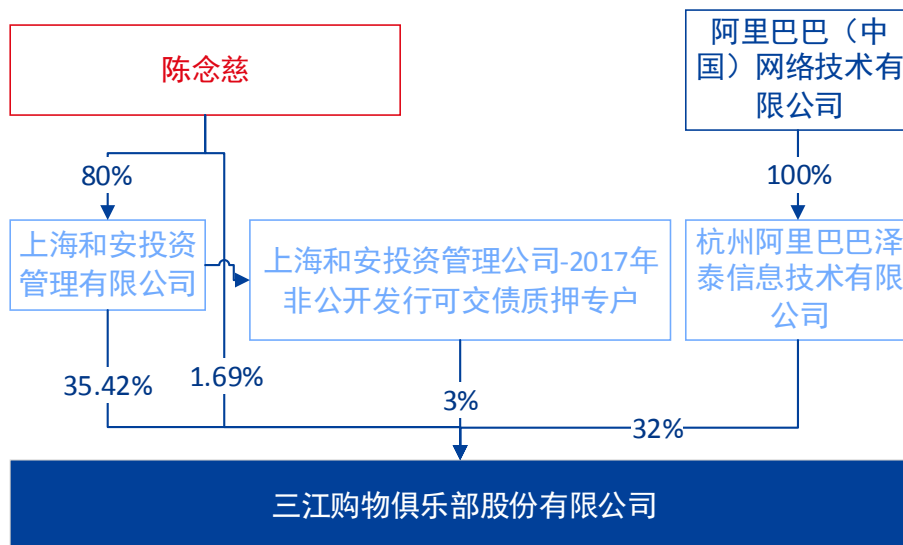
五、阿里战投落地, 零售改造更进一步

(一) 三江购物股权及管理层变动

2016 年, 公司拟向阿里巴巴泽泰非公开发行股份, 2018 年 8 月, 非公开发行完毕。非公开发行价格为 10.71 元/股, 合计募资 14.66 亿元。目前阿里巴巴为公司第二大股东。截止 2018 年年报, 公司控股股东和安投资持有公司 38.4% 股权, 阿里巴巴通过阿里巴巴泽泰持有公司 32% 股权, 为公司第二大股东。

2019 年, 公司管理层出现较大变动, 阿里渗透公司经营管理。阿里提议天猫超市事业群总裁李永和任公司董事, 盒马小业态负责人任职公司总裁。管理层变动后, 公司力争三年内从传统社区平价超市, 升级为新零售社区生鲜超市。

图 43：2018 年年报公司股权结构示意图



资料来源：Wind，天眼查，华金证券研究所

表 4：三江购物近期管理层变动

| 日期 | 姓名 | 变动 | 职务 | 备注 |
|-----------|-----|----|-------|---------------|
| 2019/4/11 | 王露 | 离职 | 董事兼总裁 | 个人原因 |
| 2019/4/11 | 王曦若 | 离职 | 董事 | 工作调整原因 |
| 2019/4/11 | 李永和 | 任职 | 董事 | 天猫超市事业群总裁 |
| 2019/4/11 | 庄海燕 | 任职 | 董事 | 三江购物副总裁、财务负责人 |
| 2019/4/11 | 陈岩 | 任职 | 总裁 | 盒马网络科技小业态负责人 |
| 2019/4/29 | 甘霖 | 离职 | 副总裁 | 个人原因 |

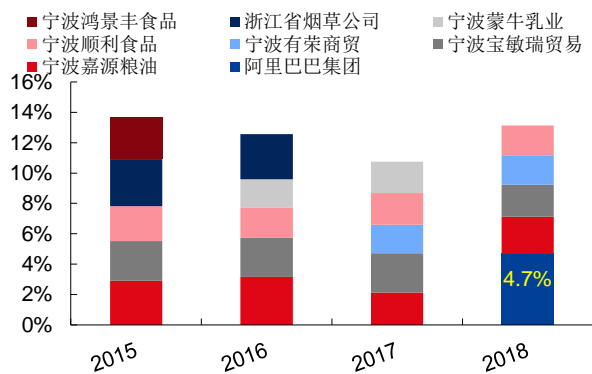
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）阿里供应链协同，加深合作提升营运能力

阿里巴巴成为公司第一大供应商。2018 年公司向阿里巴巴集团采购金额占比 4.7%。2019 年公司预计向阿里巴巴集团采购商品及接受劳务达 4 亿元，占 2018 年合计采购额约 12%。

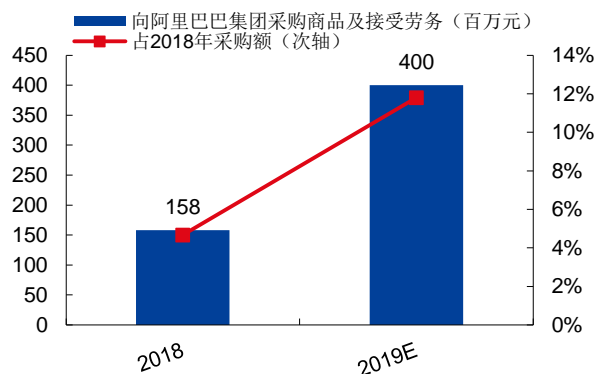
公司供应链优化不断，毛利率持续提升。三江购物不断提升源头采购、基地采购比例，近年来各品类毛利率均不断提升。与阿里合作深化，有望运用阿里及其合作伙伴的供应链资源和议价能力，继续提升直采比例，持续推升毛利率。

图 44：三江购物前五大供应商占比



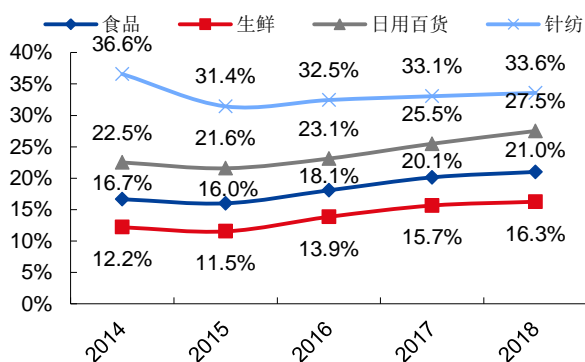
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 45：三江购物与阿里巴巴关联交易计划



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 46：三江购物分品类毛利率情况

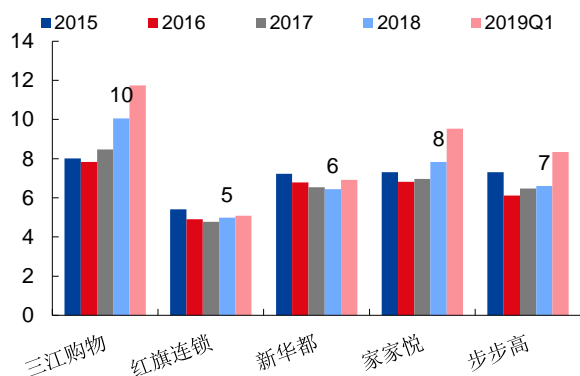


资料来源：公司公告，华金证券研究所

2018 年加深与阿里合作，三江购物运营效率提升。2018 年前三季度，公司存货周转率增速超 15%。较高的周转率意味着公司拥有更高的营运效率，阿里对三江购物经营效率的提升效果正在逐步显现。

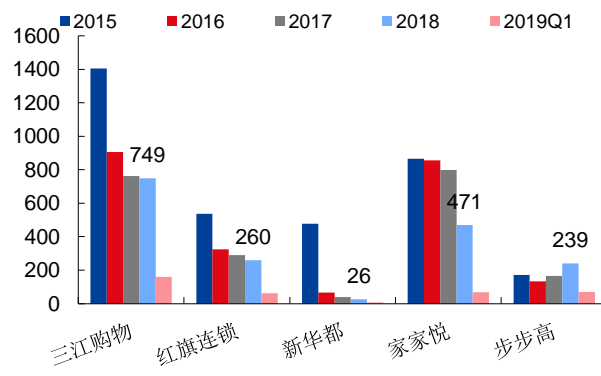
三江购物营运能力高于可比公司。2018 年三江购物存货周转率达到 10 次，高于其余可比公司。公司应收账款周转率达近 750 次，高于其余可比公司。

图 47：三江购物存货周转率情况



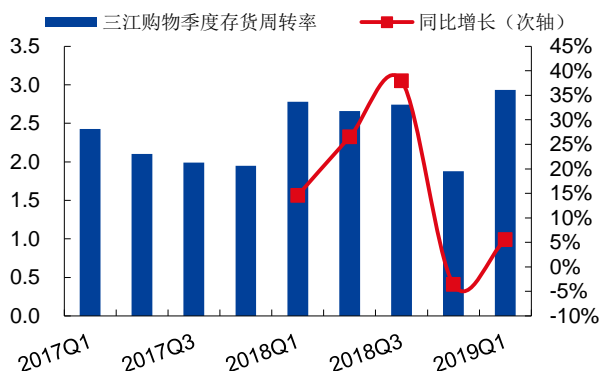
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 48：可比公司应收账款周转率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 49：三江购物季度存货周转率及其增长



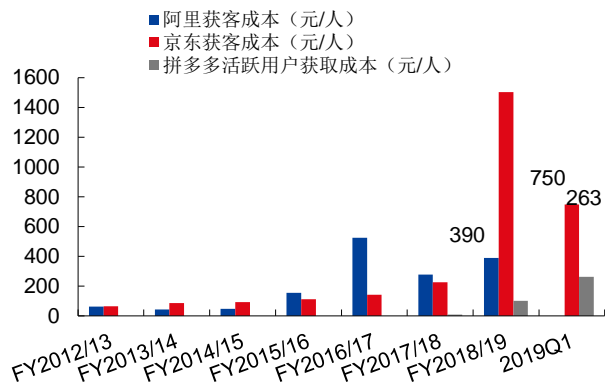
资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）阿里的新零售布局

线上线下融合是零售行业的发展方向。线上流量成本逐步提升，获客已超过部分线下零售场景。部分非标品类，线下渠道更具消费体验，线上较难取得优势。线上线下融合以及数字化改造成为零售行业的变革方向。

新零售的核心是通过技术手段提升零售效率。通过对人、货、场的数字化，可更好了解用户需求、更高效分配生产资源。目前线上企业对人、场的数字化进行较为顺畅，但是线下渠道以及供应链的数字化链条打通需要时间和契机。

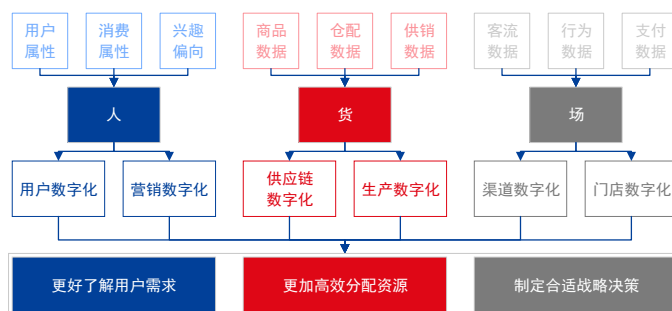
图 50：国内典型电商平台获客成本估计



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

注：阿里巴巴财年由当年 4 月开始，京东、拼多多采用正常年度数据，口径略有差异。

图 51：数据提升零售效率示意图



资料来源：新浪网，易观，华金证券研究所

阿里巴巴集团对新零售已有广泛布局。向线下扩张可向前追溯至 2014 年入股银泰商业。2016 年阿里巴巴拟投资三江购物，成为第二大股东（于 2018 年完成）。另外盒马鲜生于 2015 年开始内部筹备。

表 5：阿里巴巴集团新零售布局不完全统计

| 时间 | 零售企业 | 级别 | 事件 |
|------------|------|----|---------------------|
| 2014 年 3 月 | 银泰商业 | / | 阿里巴巴 53.7 亿港币入股银泰商业 |

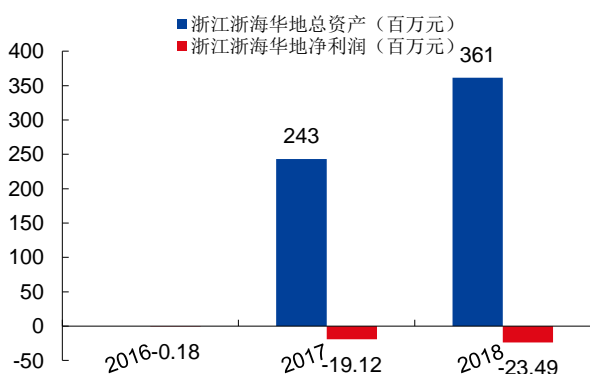
| 时间 | 零售企业 | 级别 | 事件 |
|----------|------|------|---------------------------------|
| 2015年8月 | 苏宁易购 | 战略投资 | 阿里巴巴283亿元战略投资苏宁 |
| 2016年11月 | 三江购物 | 战略投资 | 阿里巴巴21.5亿元战略投资三江购物32%股份，成为第二大股东 |
| 2017年1月 | 银泰商业 | 私有化 | 阿里巴巴与沈国军以198亿港元购入银泰商业计划股，成为控股股东 |
| 2017年5月 | 联华超市 | 战略投资 | 阿里巴巴向易果生鲜购入联华18%股权，成为第二大股东 |
| 2017年8月 | 易果生鲜 | D轮 | 天猫投资易果生鲜3亿美元 |
| 2017年9月 | 新华都 | 股权转让 | 阿里超5亿元入股新华都，持股10% |
| 2017年11月 | 高鑫零售 | 战略投资 | 阿里巴巴224亿港元入股高鑫零售，持股36% |
| 2018年2月 | 居然之家 | 战略投资 | 阿里巴巴投资54.53亿元，持股15% |
| 2018年11月 | 喜士多 | 战略投资 | 阿里巴巴5亿元入股喜士多，持股20%~24% |
| 2019年3月 | 逸刻便利 | 联合投资 | 百联集团与阿里集团联合投资10亿元打造新零售项目 |

资料来源：艾媒咨询，公司公告，华金证券研究所

三江购物在阿里新零售战略中布局较早，目前帮助阿里巴巴运营宁波的两家盒马店，并由原盒马小业态负责人陈岩全面主持三江购物工作。2016年起，三江购物通过全资子公司浙江浙海华地运营宁波地区盒马鲜生门店，并于2017年7月开拓孙公司杭州浙海华地。截止2018年末，公司合计运营盒马鲜生门店4家，其中宁波、杭州各两家。2019年4月，公司将孙公司杭州浙海华地100%股权转让给杭州盒马，目前公司运营宁波地区的两家盒马店。

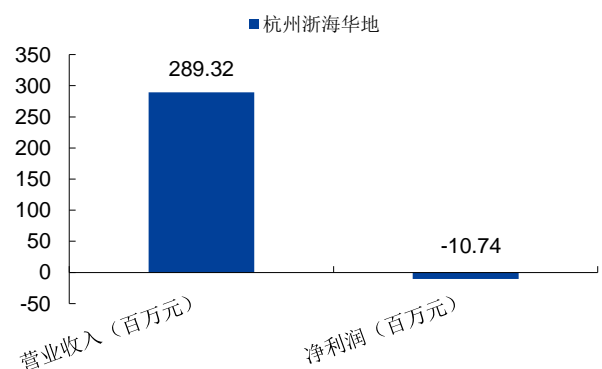
盒马鲜生目前处于业态的探索期，其主要渠道类型为盒马鲜生大店。据36氪，盒马鲜生大店约为4000平以上，主要布局在核心商圈的购物中心。据联商网，盒马鲜生以生鲜及食品为主，生鲜食品合计SKU占比超过80%。盒马鲜生门店目前处于持续亏损态势，2018年，杭州浙海华地两家门店合计亏损1074万元，单门店年度亏损在500~600万元左右。因此，目前盒马鲜生尝试多元化布局，丰富渠道业态。由于盒马鲜生线上收入占比在60%左右，线下渠道客流或较少，目前多业态布局已尝试将门店越开越小。据36氪，无论是近期开设的盒马菜市，还是更早落地的便利店业态盒马F2、前置仓盒马小站、小店盒马MINI，规模都控制在千平米以下。

图 52：浙江浙海华地总资产及净利润情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 53：杭州浙海华地 2018 年营收利润情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 6：盒马鲜生门店体系

| 门店类型 | 规模 | 选址 | 模式 |
|---------|---------------|-----------|-------------------------------|
| 盒马鲜生 | 4000 平以上的大店 | 核心商圈的购物中心 | 多元混合：生鲜、超市、餐饮、外卖 |
| 盒马菜市 | 1000~2000 平中店 | 社区菜市场 | 没有现制区，生鲜散装销售，选品关注一日三餐 |
| 盒马 F2 | 800 平左右的小店 | CBD 写字楼 | 没有蔬果区，有现制现卖的海鲜区，提供三餐和下午茶 |
| 盒马 mini | 300~500 平的小店 | 郊区、城镇、县市 | 销售散装非标品为主，放大活海鲜、冰鲜比例，引入现制现卖熟食 |

| 门店类型 | 规模 | 选址 | 模式 |
|------|-------------|-------|------------------|
| 盒马小站 | 300 平以内的前置仓 | 城区前置仓 | 提供外卖服务，填补盒马鲜生空白区 |

资料来源：36 氪，华金证券研究所

三江购物社区生鲜超市定位，与盒马菜市存在相似之处。近年来，在阿里供应链的协同之下，三江购物逐步提升生鲜占比，募投项目将进行全渠道改造，定位新零售社区生鲜超市，未来三年将进行快速升级。据草根调研，三江购物生鲜改造后的大型门店，定位社区超市化菜市场，生鲜品类面积占比约 50%，且选品关注一日三餐，较盒马鲜生大店定位更加大众化，满足周边消费者的日常生活需求。生鲜改造后，三江购物定位与盒马菜市类似，有望依托三江购物、阿里体系的供应链资源及议价能力，在超市渠道逐步渗透生鲜市场的过程中占据一席之地。

图 54：三江购物超市化菜市场蔬果区示意图



资料来源：草根调研，华金证券研究所

图 55：三江购物超市化菜市场水产肉类区示意图



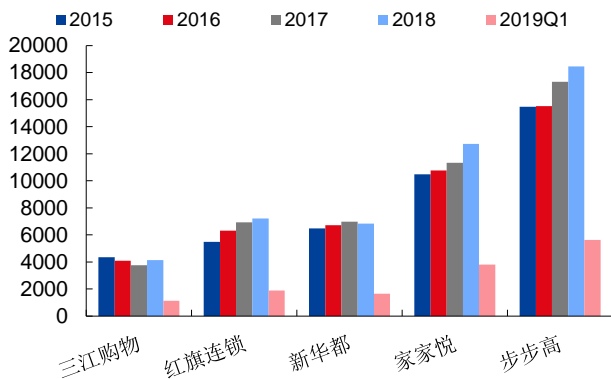
资料来源：草根调研，华金证券研究所

六、财务及盈利预测

（一）行业可比公司对比

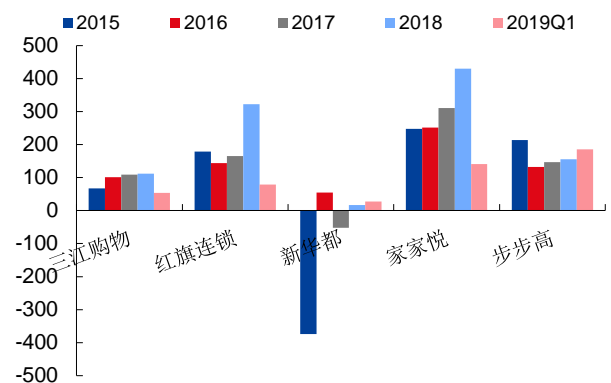
在区域性超市上市公司中，三江购物立足宁波，规模较小。红旗连锁立足成都，新华都立足厦门漳州等地，家家悦立足胶东。2018 年三江购物营收 41 亿元，较红旗连锁、新华都的 72 亿元与 68 亿元有差距。净利润方面，三江购物 18 年净利润 1.12 亿元，低于红旗连锁 3.23 亿元，但高于新华都。

图 56: 可比公司营业收入情况 (百万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 57: 可比公司归母净利情况 (百万元)

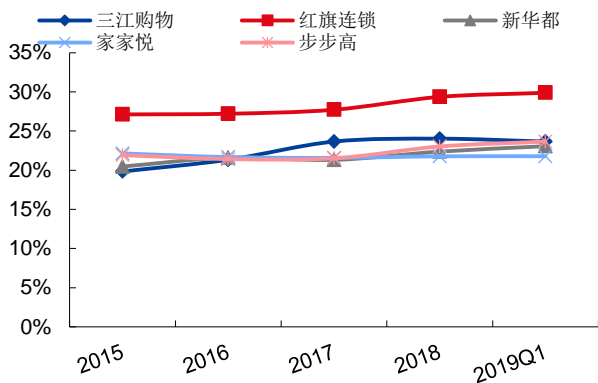


资料来源: Wind, 华金证券研究所

可比公司中, 三江购物毛利率处于行业平均水平。红旗连锁毛利率较高, 主要源于并购竞争对手带来的寡头市场格局。三江购物及大部分可比公司毛利率位于 21%~24% 区间。

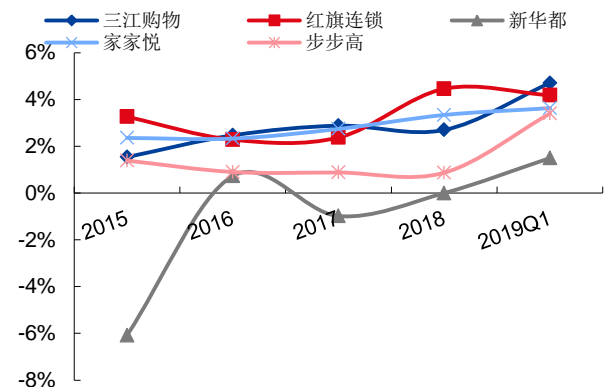
三江购物净利率处于可比公司中游水平。三江购物净利率保持在 3% 左右, 处于可比公司中游水平。2018 年红旗连锁净利率提升源于毛利率提升。2019Q1 三江购物净利率提升, 一是一季度营销费用率较低, 二是非公开发行后资金充裕, 财务费用较低。

图 58: 可比公司毛利率情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 59: 可比公司净利率情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 募投项目推动规模增长

2016 年非公开发行募投项目修改, 新增连锁超市发展项目。公司拟投入 4 亿元, 于 3 年内开设小型店 100 家, 开设社区店 30 家, 另购 5 家门店。超市门店全渠道改造按照三年转型为新零售社区生鲜超市逐步投入。仓储物流基地升级项目目前开始投入, 2016 年项目预计 2018 年 11 月建成, 项目修改后或将于 2021 年建成。

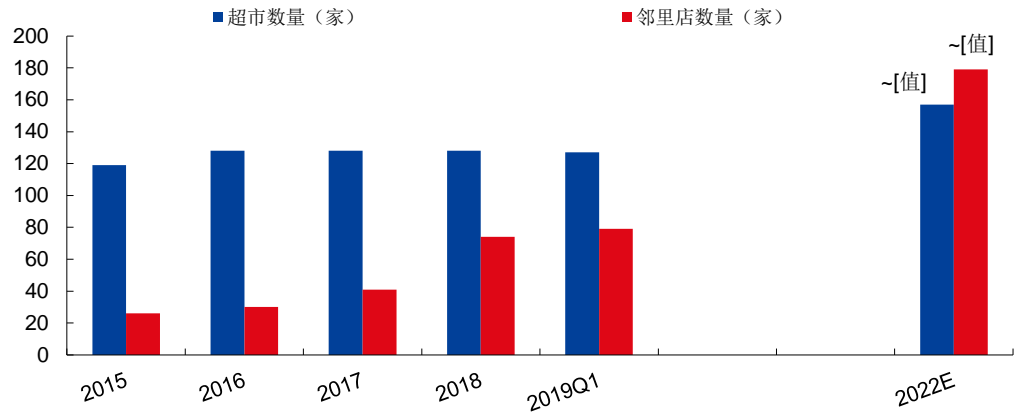
按照公司规划, 公司超市业态、小业态门店数量有望快速增长。到 2022 年, 公司超市数量有望达约 160 家, 年复合增速约 7%; 邻里店数量有望近 180 家, 年复合增速约 26%。渠道数量的有序扩张, 有望推动公司营收持续向好。

表 7: 三江购物募投项目修改情况

| 变更前项目名称 | 变更后项目名称 | 拟投入资金 | 项目概述 |
|-------------|--------------|--------|------------------------------------|
| 超市门店全渠道改造项目 | 超市门店全渠道改造项目 | 7.5 亿元 | 三年内由传统社区平价超市转为新零售社区生鲜超市 |
| | 连锁超市发展项目 | 4.0 亿元 | 三年内开设小型店 100 家, 开设社区店 30 家, 购买 5 家 |
| | 仓储物流基地升级建设项目 | 3.0 亿元 | 升级现有的奉化、杭州仓储物流基地 |

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 60: 三江购物门店数量预测



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(三) 盈利预测及投资建议

我们预测 2019 年至 2021 年公司营业收入分别增长 9.6%、10.5%、11.2%。公司持续向新零售社区生鲜超市转型, 有望进一步带动生鲜营收快速增长。公司会员制, 在部分食品类商品中具备价格优势。针纺类产品和日用百货类产品较电商不具备明显优势, 生鲜引流有望使降幅部分收窄。公司渠道扩张带动整体营收持续增长。

表 8: 三江购物营业收入预测表 (百万元)

| | | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 食品 | 营业收入 | 2233.28 | 1961.61 | 2110.25 | 2279.07 | 2484.18 | 2732.60 |
| | 增长率 | -7.17% | -12.16% | 7.58% | 8.00% | 9.00% | 10.00% |
| | 毛利率 | 18.08% | 20.14% | 21.01% | 21.70% | 22.20% | 22.40% |
| 生鲜 | 营业收入 | 900.67 | 911.15 | 1191.30 | 1489.12 | 1816.72 | 2180.07 |
| | 增长率 | 4.30% | 1.16% | 30.75% | 25.00% | 22.00% | 20.00% |
| | 毛利率 | 13.86% | 15.66% | 16.26% | 16.80% | 17.20% | 17.50% |
| 日用百货 | 营业收入 | 708.19 | 646.35 | 584.85 | 526.36 | 473.72 | 426.35 |
| | 增长率 | -10.05% | -8.73% | -9.52% | -10.00% | -10.00% | -10.00% |
| | 毛利率 | 23.13% | 25.49% | 27.52% | 27.50% | 27.50% | 27.50% |
| 针纺 | 营业收入 | 107.05 | 91.48 | 77.72 | 66.07 | 59.46 | 55.30 |
| | 增长率 | -19.27% | -14.54% | -15.04% | -15.00% | -10.00% | -7.00% |
| | 毛利率 | 32.45% | 33.05% | 33.58% | 33.60% | 33.60% | 33.60% |
| 其他业务 | 营业收入 | 146.77 | 159.26 | 169.04 | 169.04 | 169.04 | 169.04 |
| | 增长率 | -12.75% | 8.51% | 6.14% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 毛利率 | 100.00% | 99.94% | 99.96% | 99.90% | 99.90% | 99.90% |
| 营业收入 | 4095.95 | 3769.86 | 4133.15 | 4529.65 | 5003.13 | 5563.36 |
| 合计 增长率 | -6.00% | -7.96% | 9.64% | 9.59% | 10.45% | 11.20% |
| 毛利率 | 21.34% | 23.66% | 24.03% | 23.86% | 23.65% | 23.34% |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

三江购物是立足宁波的区域性超市龙头，生鲜化改造、线上渠道扩张推动公司 2018 年营收增速回暖。2019 年公司杭州浙海华地出表推动利润增长。未来募投项目带来渠道外延，新零售改造推动内生增长，与阿里合作提升供应链效率。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.23、0.26 和 0.30 元。净资产收益率分别为 4.1%、4.5%和 5.1%。我们看好公司未来发展前景，目前 PE (2019E) 约 62 倍，估值较高，给予“增持-A”评级。

图 61：三江购物历史估值对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 9：可比公司估值对比

| | 红旗连锁 | 新华都 | 家家悦 | 步步高 | 可比公司平均值 | 三江购物 |
|------------|-------|--------|-------|-------|---------|-------|
| PE (TTM) | 25.32 | 245.41 | 30.32 | 40.52 | 85.39 | 62.82 |
| PE (2019E) | 22.56 | / | 28.04 | 32.00 | 27.54 | 62.14 |
| PE (2020E) | 19.77 | / | 23.63 | 26.08 | 23.16 | 55.67 |
| PS (TTM) | 1.21 | 0.60 | 1.03 | 0.38 | 0.80 | 1.92 |
| PS (2019E) | 1.14 | / | 0.93 | 0.34 | 0.80 | 1.76 |
| PS (2020E) | 1.07 | / | 0.81 | 0.31 | 0.73 | 1.59 |
| PB (LF) | 3.36 | 2.36 | 5.28 | 0.92 | 2.98 | 2.61 |

资料来源：Wind，2019/6/27，可比公司预测值按照一致预期中值计算，三江购物预测值采用本报告模型测算，华金证券研究所

七、风险提示

1. 与阿里巴巴的合作或不及预期；
2. 新零售改造及渠道扩张效果或不及预期；

3. 租金成本上升或影响公司租售比。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|--------|--------|-------|-------|--------|
| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 3,769.9 | 4,133.2 | 4,529.7 | 5,003.1 | 5,563.4 | 年增长率 | | | | | |
| 减:营业成本 | 2,878.0 | 3,140.1 | 3,449.1 | 3,820.0 | 4,265.0 | 营业收入增长率 | -8.0% | 9.6% | 9.6% | 10.5% | 11.2% |
| 营业税费 | 21.0 | 24.3 | 26.7 | 29.5 | 32.8 | 营业利润增长率 | 19.8% | 10.7% | 9.4% | 11.5% | 12.9% |
| 销售费用 | 659.2 | 755.0 | 783.6 | 855.5 | 934.6 | 净利润增长率 | 7.5% | 2.7% | 15.1% | 11.6% | 13.1% |
| 管理费用 | 104.8 | 123.3 | 122.3 | 130.1 | 139.1 | EBITDA 增长率 | 6.0% | -6.6% | 40.7% | 16.4% | 11.2% |
| 财务费用 | -21.5 | -42.5 | -26.9 | -26.9 | -28.3 | EBIT 增长率 | 9.4% | -14.5% | 63.3% | 13.5% | 14.2% |
| 资产减值损失 | 0.0 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | NOPLAT 增长率 | 25.5% | -6.5% | 32.4% | 13.5% | 14.2% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | -21.4% | -34.1% | 21.7% | 5.7% | -55.6% |
| 投资和汇兑收益 | -0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 净资产增长率 | 2.2% | 90.4% | 0.7% | 0.9% | 1.0% |
| 营业利润 | 144.7 | 160.1 | 175.1 | 195.2 | 220.4 | 盈利能力 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 4.4 | -3.7 | -3.9 | -4.1 | -4.3 | 毛利率 | 23.7% | 24.0% | 23.9% | 23.6% | 23.3% |
| 利润总额 | 149.2 | 156.4 | 171.2 | 191.1 | 216.1 | 营业利润率 | 3.8% | 3.9% | 3.9% | 3.9% | 4.0% |
| 减:所得税 | 40.5 | 44.8 | 42.8 | 47.8 | 54.0 | 净利润率 | 2.9% | 2.7% | 2.8% | 2.9% | 2.9% |
| 净利润 | 108.7 | 111.6 | 128.4 | 143.3 | 162.1 | EBITDA/营业收入 | 4.7% | 4.0% | 5.1% | 5.4% | 5.4% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 2.8% | 2.2% | 3.3% | 3.4% | 3.5% |
| 资产负债表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 资产负债率 | 40.8% | 29.8% | 32.2% | 33.8% | 36.2% |
| 货币资金 | 1,094.4 | 2,711.1 | 2,676.9 | 2,712.9 | 2,949.6 | 负债权益比 | 68.9% | 42.4% | 47.5% | 51.0% | 56.6% |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 1.37 | 2.44 | 2.20 | 2.06 | 1.99 |
| 应收帐款 | 35.1 | - | 38.4 | 4.0 | 43.2 | 速动比率 | 1.10 | 2.19 | 1.95 | 1.81 | 1.78 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | -4.94 | -2.14 | -5.50 | -6.24 | -6.78 |
| 预付帐款 | 58.9 | 61.1 | 70.7 | 75.2 | 87.7 | 营运能力 | | | | | |
| 存货 | 298.6 | 325.6 | 360.0 | 399.3 | 382.6 | 固定资产周转天数 | 96 | 87 | 82 | 82 | 79 |
| 其他流动资产 | 40.7 | 98.1 | 103.0 | 108.1 | 113.5 | 流动营业资本周转天数 | -60 | -66 | -69 | -69 | -71 |
| 可供出售金融资产 | 7.4 | 6.7 | 7.1 | 7.4 | 7.8 | 流动资产周转天数 | 143 | 206 | 256 | 236 | 222 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 应收帐款周转天数 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 长期股权投资 | 9.2 | 9.6 | 9.6 | 9.6 | 9.6 | 存货周转天数 | 32 | 27 | 27 | 27 | 25 |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 总资产周转天数 | 260 | 314 | 360 | 339 | 317 |
| 固定资产 | 998.0 | 1,000.6 | 1,063.0 | 1,225.1 | 1,214.2 | 投资资本周转天数 | 45 | 30 | 24 | 25 | 16 |
| 在建工程 | - | - | 81.3 | 48.8 | 24.4 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 101.7 | 99.2 | 97.1 | 94.8 | 92.6 | 销售费用率 | 17.5% | 18.3% | 17.3% | 17.1% | 16.8% |
| 其他非流动资产 | 121.0 | 126.3 | 122.1 | 96.0 | 86.5 | 管理费用率 | 2.8% | 3.0% | 2.7% | 2.6% | 2.5% |
| 资产总额 | 2,764.8 | 4,438.3 | 4,629.0 | 4,781.2 | 5,011.6 | 财务费用率 | -0.6% | -1.0% | -0.6% | -0.5% | -0.5% |
| 短期债务 | - | - | - | - | - | 三费/营业收入 | 19.7% | 20.2% | 19.4% | 19.2% | 18.8% |
| 应付帐款 | 510.7 | 560.0 | 616.1 | 686.5 | 767.8 | 投资回报率 | | | | | |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | ROE | 6.6% | 3.6% | 4.1% | 4.5% | 5.1% |
| 其他流动负债 | 607.8 | 750.1 | 863.0 | 915.2 | 1,030.9 | ROA | 3.9% | 2.5% | 2.8% | 3.0% | 3.2% |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | ROIC | 17.1% | 20.3% | 40.8% | 38.0% | 41.1% |
| 其他非流动负债 | 9.7 | 11.5 | 12.0 | 12.6 | 13.3 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 1,128.3 | 1,321.6 | 1,491.2 | 1,614.3 | 1,812.0 | DPS(元) | 0.15 | 0.20 | 0.19 | 0.21 | 0.24 |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | 分红比率 | 75.6% | 98.1% | 80.0% | 80.0% | 80.0% |
| 股本 | 410.8 | 547.7 | 547.7 | 547.7 | 547.7 | 股息收益率 | 1.0% | 1.4% | 1.3% | 1.4% | 1.6% |
| 留存收益 | 1,220.5 | 2,564.1 | 2,590.2 | 2,619.2 | 2,652.0 | 现金流量表 | | | | | |
| 股东权益 | 1,636.6 | 3,116.7 | 3,137.8 | 3,166.9 | 3,199.6 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | EPS(元) | 0.20 | 0.20 | 0.23 | 0.26 | 0.30 |
| 净利润 | 108.7 | 111.6 | 128.4 | 143.3 | 162.1 | BVPS(元) | 2.99 | 5.69 | 5.73 | 5.78 | 5.84 |
| 加:折旧和摊销 | 95.3 | 100.7 | 83.9 | 102.0 | 108.6 | PE(X) | 73.4 | 71.5 | 62.1 | 55.7 | 49.2 |
| 资产减值准备 | 0.0 | 0.3 | - | - | - | PB(X) | 4.9 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | P/FCF | 36.1 | 31.6 | 115.2 | 64.1 | 22.4 |
| 财务费用 | -26.8 | -50.9 | -26.9 | -26.9 | -28.3 | P/S | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| 投资损失 | 0.7 | -0.6 | -0.6 | -0.6 | -0.6 | EV/EBITDA | 27.0 | 31.1 | 22.3 | 19.1 | 16.4 |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - | CAGR(%) | 9.7% | 13.2% | 8.3% | 9.7% | 13.2% |
| 营运资金的变动 | 142.1 | 228.4 | 86.4 | 134.7 | 166.8 | PEG | 7.6 | 5.4 | 7.5 | 5.8 | 3.7 |
| 经营活动产生现金流量 | 307.0 | 320.7 | 271.2 | 352.5 | 408.4 | ROIC/WACC | 1.6 | 1.9 | 3.9 | 3.6 | 3.9 |
| 投资活动产生现金流量 | -68.6 | -72.5 | -225.0 | -229.1 | -70.7 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -82.2 | 1,368.5 | -80.3 | -87.4 | -101.0 | | | | | | |

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn